



东兴证券
DONGXING SECURITIES

特高压和海外市场“钱”景光明

——中国西电（601179）2010 年中报点评

2010 年 8 月 18 日

推荐/维持

中国西电

财报点评

周宏宇 电力设备行业研究员

010-6650 7323

执业证书编号：S1480109050693

zhouhy@dxzq.net.cn

事件：

中国西电（601179）8 月 18 日公布了 2010 年中报：报告期内，公司实现营业收入 66.65 亿元，同比增长 13.5%，实现利润为 6.48 亿元，同比增长 25.6%。基本每股收益 0.13 元，与去年同期持平。

公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	13,016	2,281	3,591	3,033	5,127	2,434	4,231
增长率（%）	28.2%				-60.8%	6.1%	17.7%
毛利率（%）	25.8%	21.2%	24.5%	29.4%	24.5%	23.8%	26.3%
期间费用率（%）	14.9%	16.3%	11.6%	15.8%	13.4%	16.9%	12.1%
营业利润率（%）	9.3%	3.8%	11.8%	11.8%	10.5%	6.4%	11.3%
净利润（百万元）	1052	68	358	322	444	139	416
增长率（%）	40.6%				-57.8%	104.4%	16.1%
每股盈利（季度，元）	0.330	0.021	0.112	0.104	0.142	0.031	0.094
资产负债率（%）	78.5%	78.8%	78.3%	78.8%	80.5%	49.4%	46.1%
净资产收益率（%）	25.6%	1.6%	8.0%	6.7%	10.5%	1.0%	2.8%
总资产收益率（%）	5.5%	0.3%	1.7%	1.4%	2.1%	0.5%	1.5%

评论：

积极因素:

- 报告期内，公司通过了国家高新技术企业认定，科技创新成果显著，获得2009年度国家科技进步一、二等奖各1项，2009年度陕西省科学技术奖6项、中国机械工业科学技术奖8项、国家能源局科技进步奖2项、西安市科学技术奖10项，第十一届中国专利奖优秀奖2项，取得授权专利90件（其中发明专利10件），同比增长38.5%。同时，多个重点产品创新取得重大突破。
- 科技创新与市场相结合，创新成果显著。完成了21项直流场成套设备和22项铁道电气化成套装备的国家级鉴定，多项产品达到国际先进水平；以市场为导向，研制成功了一批具有国际先进或领先水平、市场急需的新产品。如百万伏GIS通过63kA短路电流开断试验，252kV智能化GIS试品、±800kV直流换流变压器、国内首只800kV无机粘接开关出线瓷套、126kV户外真空断路器等。
- 加快产业链延伸步伐，完善产业布局。瞄准电力电子产业巨大的市场前景，以西电西整公司为基础，整合公司内部的相关资源，成立了“西电电力系统公司”，发挥成套优势，打造公司电力电子产业的发展平台；针对巨大的智能电站设备需求，本着优势互补、资源共享的原则，公司和华电南自合资成立了江苏西电南自智能电力设备有限公司，开展智能组件及电子式互感器的研发制造，同时为了打造一二次设备集成供应商，公司在二次设备方面也加大了投入。
- 国际市场通过实施“走出去”战略，着力构筑亚、非、欧、美的“海外四大片区”，全力打好“海外新市场开拓攻坚战”。通过设立海外办事处布局国外市场，苏丹和埃塞俄比亚办事处已设立开始运行，俄罗斯和埃及办事处正在筹办中。报告期与上年同期比较海外市场订单有较大增长，出口新增订货（含工程）也比上年同期有较大增长。

消极因素:

- 输变电行业供需矛盾日益突出，公司上半年订货有所下降，下半年订货压力加大；市场竞争的加剧，导致产品价格下降，压缩了公司的利润空间，对公司整体盈利造成一定影响；应收账款仍然偏高，直接影响公司资金的周转速度和流动性，对公司经营带来的风险增大。

业务展望:

- 今日，国家电网宣布，“十二五”期间是我国特高压电网发展的重要阶段，在特高压交流试验示范工程的基础上，需加快“三华”特高压交流同步电网建设。2015年，“三华”特高压电网形成“三纵三横一环网”，还将建成11回特高压直流输电工程。初步预计“十二五”期间特高压建设投资将达到3000亿元，作为国内极少数具备特高压设备研发、制造能力的企业，公司将迎来更大发展的良机。
- 随着世界经济回暖，国际市场需求必然逐渐走出低谷。公司已完成的多个海外输配电成套设备“交钥匙”工程树立的良好品牌形象，以及在业内独有的强大成套研发和制造能力，为公司拓展海外市场打下良好基础，2010年世界整体输配电市场有所复苏，其中，西欧、北美、远东及东南亚地区总量增长较大，印度、中东、前苏联地区、非洲则保持较高的增速。公司海外市场业务发展前景看好。

盈利预测:

表 1 分产品主营业务收入预测

主营业务收入（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
高压开关	4,833	5,169	4,911	5,648	6,495
(+/-)		7%	-5%	15%	15%
变压器	4,468	4,824	5,065	5,825	6,699
(+/-)		8%	5%	15%	15%
工程及贸易	1,324	1,095	1,423	1,779	2,135
(+/-)		-17%	30%	25%	20%
其它	939	0	0	0	0
(+/-)		-100%	0%	0%	0%
电容器	523	613	735	845	930
(+/-)		17%	20%	15%	10%
绝缘子及避雷器	358	362	381	400	420
(+/-)		1%	5%	5%	5%
整流装置	570	1,269	2,158	2,805	3,647
(+/-)		123%	70%	30%	30%
研发与检测	0	379	265	318	350
(+/-)	#REF!	#DIV/0!	-30%	20%	10%
合计	13,016	14,031	14,938	17,620	20,675
(+/-)	32%	8%	6%	18%	17%

表 2 分产品毛利率预测

毛利率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
高压开关	26.25%	26.73%	26.00%	26.00%	26.00%
变压器	28.58%	27.27%	27.00%	27.00%	27.00%
工程及贸易	11.50%	9.81%	12.00%	13.00%	14.00%
其它	22.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
电容器	30.41%	36.91%	36.00%	35.00%	35.00%
绝缘子及避雷器	43.44%	41.72%	28.00%	28.00%	28.00%
整流装置	23.86%	14.27%	27.50%	27.50%	27.50%
研发与检测	0.00%	26.90%	42.00%	40.00%	40.00%
综合毛利率	25.79%	25.19%	26.05%	25.99%	26.03%

投资建议:

预测2010-2012年主营业务收入分别为：149亿、176亿、207亿元，每股收益分别为：0.30、0.32、0.40元，分别对应24倍、22倍、18倍PE，维持“推荐”评级。

表 3 关键预测指标

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	13,016	14,031	14,938	17,620	20,675
主营收入增长率	28%	8%	6%	18%	17%
净利润（百万元）	1,007	1,155	1,288	1,411	1,763
净利润增长率	67%	15%	12%	10%	25%
ROE	26%	28%	21%	21%	23%
EPS（元）	0.330	0.380	0.296	0.324	0.405
P/E	21.8	18.9	24.3	22.2	17.7

资料来源：东兴证券

表 4 预测财务报表

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	13,016	14,031	14,938	17,620	20,675
营业成本	9,659	10,497	11,047	13,041	15,293
营业费用	891	929	956	1,128	1,323
管理费用	883	883	896	1,057	1,241
财务费用	169	137	354	531	496
投资收益	22	36	50	50	50
营业利润	1,210	1,404	1,543	1,692	2,119
利润总额	1,208	1,425	1,563	1,712	2,139
所得税	156	233	234	257	321
净利润	1,052	1,192	1,328	1,455	1,818
归属母公司所有者的净利润	1,007	1,155	1,288	1,411	1,763
NOPLAT	1,201	1,289	1,612	1,890	2,223
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	2,980	2,607	10,457	8,810	7,236
交易性金融资产	8	16	20	20	20
应收帐款	4,359	6,185	5,730	6,758	7,930
预付款项	1,135	581	581	581	581
存货	4,786	5,297	5,448	6,431	7,542
流动资产合计	14,214	15,804	23,311	23,807	24,667
非流动资产	4,903	5,716	5,775	6,212	6,417
资产总计	19,116	21,520	29,087	30,019	31,084
短期借款	787	842	8,534	7,777	6,845
应付帐款	3,698	4,758	4,540	5,359	6,285
预收款项	4,414	3,909	3,909	3,909	3,909
流动负债合计	12,491	13,908	19,823	20,006	20,135
非流动负债	2,509	3,407	2,597	2,597	2,597
少数股东权益	174	114	154	198	253
母公司股东权益	3,942	4,091	6,042	6,748	7,630
净营运资本	1,722	1,896	3,488	3,801	4,532
投入资本 IC	1,776	4,878	5,899	7,538	9,417
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	1,052	1,192	1,328	1,455	1,818
折旧摊销	229	33	0	463	495
净营运资金增加	(120)	174	1,592	313	732
经营活动产生现金流	1,294	1,036	1,103	1,273	1,474
投资活动产生现金流	(1,379)	(1,460)	(457)	(926)	(738)
融资活动产生现金流	350	368	7,205	(1,994)	(2,310)
现金净增（减）	265	(57)	7,850	(1,647)	(1,574)

分析师简介

周宏宇

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，多年电力行业工作经验。2008 年加盟东兴证券研究所，从事电力和电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。